

GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, ABRIL DE 2016

RESUMO ANALÍTICO

13 de abril de 2016

Os riscos para a estabilidade financeira mundial aumentaram desde a edição de outubro de 2015 do *Global Financial Stability Report (GFSR)*. Nas economias avançadas, as perspectivas se deterioraram devido à elevação da incerteza e aos retrocessos em termos de crescimento e confiança. Perturbações nos mercados mundiais de ativos agravaram essas pressões. A queda dos preços do petróleo e das commodities manteve os riscos em alta nas economias de mercados emergentes, enquanto o aumento da incerteza sobre a transição do crescimento na China acentuou as repercussões nos mercados mundiais. Esses desdobramentos tornaram as condições de financiamento mais restritivas, reduziram o apetite por risco, aumentaram os riscos de crédito e prejudicaram a recuperação dos balanços, solapando a estabilidade financeira.

Muitos preços de mercado registraram forte recuo durante a turbulência de janeiro e fevereiro, levando a avaliação dos ativos a cair para níveis inferiores aos compatíveis com fundamentos macroeconômicos que sugerem uma trajetória de crescimento estável porém lentamente ascendente (ver o *World Economic Outlook* de abril de 2016). A elevada volatilidade do mercado e a aversão a riscos teria então refletido o aumento dos riscos econômicos, financeiros e políticos, bem como o enfraquecimento da confiança nas políticas. A recuperação dos preços dos ativos desde fevereiro reverteu [boa parte] dessas perdas e reduziu a volatilidade. O sentimento do mercado tem encontrado suporte na alta dos preços do petróleo e das commodities, nos dados mais robustos dos Estados Unidos e em medidas de apoio por parte dos bancos centrais. Mas o impacto líquido da turbulência foi um choque na confiança, com repercussões negativas para a estabilidade financeira.

A principal mensagem deste relatório é que são necessárias medidas adicionais para gerar uma combinação de políticas mais equilibrada e potente para melhorar as perspectivas de crescimento e inflação e assegurar a estabilidade financeira. Na falta dessas medidas, a turbulência pode voltar aos mercados. Nessas circunstâncias, a elevação dos prêmios de risco pode tornar as condições de financiamento ainda mais restritivas, gerando uma espiral perniciosa de fragilidade da confiança, crescimento mais fraco, inflação mais baixa e elevação do endividamento. Perturbações nos

mercados mundiais de ativos poderiam intensificar os riscos de uma desaceleração mais grave e prolongada, marcada pela estagnação financeira e econômica. Em uma situação de estagnação financeira, as instituições financeiras responsáveis pela alocação de capital e captação de poupança poderiam ter de enfrentar um período prolongado de deterioração dos balanços. A solidez financeira poderia ser corroída de tal modo que tanto o crescimento econômico como a estabilidade financeira seriam prejudicados no médio prazo. Nesse cenário, a produção mundial poderia cair 3,9% em relação ao nível de referência até 2021.

As autoridades precisam tirar partido da recuperação econômica atual e forjar uma trajetória mais vigorosa para o crescimento e a estabilidade financeira; para isso, têm de enfrentar três desafios em escala mundial: o legado de problemas nas economias avançadas, a elevação das vulnerabilidades nos mercados emergentes e o aumento dos riscos sistêmicos de liquidez de mercado. O avanço nessas três frentes permitirá às economias mundiais dar uma guinada decisiva rumo a um sistema financeiro mais sólido e saudável, bem como à recuperação sustentada. Nesse cenário, a produção mundial poderia crescer 1,7% em relação ao nível de referência até 2018.

As economias avançadas precisam enfrentar o legado de problemas da crise. Os bancos nessas economias se tornaram mais seguros nos últimos anos, ampliando suas defesas em termos de capital e liquidez e realizando progressos no saneamento dos balanços. Apesar desses ganhos, os bancos sofreram pressão do mercado no início do ano, um reflexo das incertezas quanto à lucratividade de seus modelos de negócio em uma conjuntura econômica fraca. Cerca de 15% dos bancos nas economias avançadas (em volume de ativos) enfrentam desafios significativos para alcançar uma lucratividade sustentável sem reformas. Na área do euro, as pressões de mercado também puseram em evidência dificuldades herdadas de longa data, indicando que já não se pode mais adiar uma solução mais completa para os problemas dos bancos europeus. O elevado nível de empréstimos improdutivos requer uma estratégia abrangente, e o excesso de capacidade no sistema bancário da área do euro precisará ser resolvido ao longo do tempo. Nos Estados Unidos, os mercados de financiamento imobiliário — o epicentro da crise de 2008–09 — continuam a se beneficiar de apoio considerável do governo. As autoridades devem revitalizar os esforços para reduzir a dominância da Fannie Mae e Freddie Mac e dar continuidade às reformas dessas instituições.

O capítulo 3 mostra que, nas economias avançadas, a contribuição do setor de seguros — sobretudo do ramo vida — para o risco sistêmico aumentou, embora ainda não tenha chegado ao nível do setor bancário. Esse aumento se deve, em grande medida, ao crescimento das exposições comuns ao risco agregado, em parte por causa da elevação da sensibilidade das seguradoras às taxas de juros e em parte pelas maiores correlações entre as diferentes classes de ativos. Portanto, na eventualidade de um choque adverso, as seguradoras provavelmente não cumprirão sua função de intermediários financeiros em um momento em que outros segmentos do sistema financeiro também tiverem dificuldades para fazê-lo.

Essas constatações sugerem que a supervisão e regulamentação das companhias de seguro deve seguir uma abordagem mais macroprudencial. Entre as possíveis medidas a aplicar figuram os

testes de estresse macroprudenciais regulares ou as reservas de capital anticíclicas. A adoção internacional de normas de capital e transparência para o setor seria um exemplo de medida que complementaria o estímulo rumo a políticas macroprudenciais mais firmes. Além disso, as diferenças observadas no comportamento de seguradoras menores e mais fracas merecem a atenção dos órgãos de supervisão.

Os mercados emergentes precisam reforçar sua resiliência aos ventos contrários mundiais.

As economias de mercados emergentes se deparam com uma difícil combinação de crescimento mais lento, preços mais baixos das commodities e condições de crédito mais restritivas em meio a fluxos de carteira mais voláteis. Essa mistura tem mantido os riscos financeiros e econômicos em alta. Até o momento, muitas economias demonstraram uma notável resiliência a essa conjuntura interna e externa mais difícil, e as autoridades fizeram uso judicioso das reservas no contexto de quadros reforçados de política.

As empresas do setor de commodities estão reduzindo drasticamente as despesas de capital, pois o elevado endividamento privado aumenta os riscos de crédito e para os bancos. Os exportadores de commodities e os países do Oriente Médio e do Cáucaso, em especial, estão expostos a pressões na economia real e no setor financeiro. O nexos entre as empresas estatais e as entidades soberanas se intensificou e poderia agravar os riscos para as finanças públicas e a estabilidade financeira nos países que enfrentam pressões para o pagamento da dívida. De maneira mais geral, a dívida correspondente a sociedades não financeiras com reduzida capacidade de pagamento subiu para US\$ 650 bilhões, ou 12% do total da dívida privada das empresas com ações em bolsa consideradas neste relatório. As reservas de capital dos bancos são adequadas, mas serão postas à prova pela deterioração dos lucros e pela fase descendente do ciclo de crédito.

As economias de mercados emergentes em geral dispõem das ferramentas para reforçar sua resiliência e combater os efeitos da queda dos preços das commodities e da desaceleração do crescimento e dos fluxos de capital. As autoridades nessas economias devem continuar a usar suas reservas e a margem de manobra da política econômica, se houver, para suavizar o ajuste e fortalecer os balanços soberanos e dos bancos. Isso abrange o uso de reservas externas, a aplicação da política fiscal e monetária e o emprego de quadros macroprudenciais e de supervisão, entre outras ferramentas. Os países com reservas insuficientes e margem limitada para a aplicação de políticas devem agir sem demora e ajustar as políticas macroeconômicas para fazer face a suas vulnerabilidades, inclusive buscando apoio externo.

O reequilíbrio econômico da China está progredindo. O país obteve avanços notáveis no reequilíbrio de sua economia com base em novas fontes de crescimento e na correção de alguns riscos no setor financeiro. Além disso, a regulamentação mais rigorosa das atividades do sistema de bancos paralelos, o chamado *shadow banking*, ajudou a orientar a composição do financiamento para empréstimos bancários e emissões de títulos. No entanto, o reequilíbrio da China é inerentemente complexo, e urge assumir um compromisso com uma agenda de políticas mais ambiciosa e abrangente para que o país se mantenha à frente das vulnerabilidades crescentes. A desaceleração do crescimento deteriorou a saúde do setor empresarial, e a queda

da lucratividade prejudicou a capacidade de serviço da dívida de empresas que detêm cerca de 14% da dívida das empresas com ações em bolsa; isso aumenta ainda mais a pressão sobre os balanços em todo o sistema. Um plano abrangente para solucionar a questão do superendividamento das empresas contribuiria para um processo estável de desalavancagem. Essa desalavancagem das empresas deveria estar atrelada ao fortalecimento dos bancos e das redes de segurança social, sobretudo no caso dos trabalhadores dispensados nos setores com excesso de capacidade. Deve-se formular o quanto antes um programa de reestruturação abrangente para lidar com os ativos improdutos e fortalecer os bancos, juntamente com um sólido quadro jurídico e institucional para facilitar os processos falimentares e de renegociação de dívidas.

No capítulo 2, constata-se que as repercussões dos choques nos mercados emergentes sobre os preços das ações e taxas de câmbio cresceram substancialmente e agora respondem por mais de um terço da variação da rentabilidade dos ativos. Isso sublinha a importância de as autoridades nas economias avançadas e mercados emergentes levarem em conta a evolução da economia e das políticas nas economias de mercados emergentes ao avaliar as condições macrofinanceiras internas. Mais do que o tamanho da economia e a integração comercial, a integração financeira é fundamental para o papel de uma economia de mercado emergente como receptor e transmissor de repercussões financeiras. O nível de integração explica, por exemplo, por que o contágio puramente financeiro da China continua a ser menos significativo, apesar de o impacto dos choques do crescimento chinês assumirem importância crescente para a rentabilidade dos ativos nos mercados emergentes e nas economias avançadas. Como o papel da China no sistema financeiro mundial continua a se expandir, será cada vez mais importante a comunicação clara e em tempo hábil de suas decisões de política, assim como a transparência quanto aos objetivos de suas políticas e estratégias compatíveis com a consecução desses objetivos. Em vista da óbvia pertinência da alavancagem das empresas e dos fluxos de fundos de investimento na amplificação das repercussões dos choques, será vital configurar a supervisão macroprudencial e as políticas de modo a conter os riscos sistêmicos advindos desses canais.

Deve-se reforçar a resiliência da liquidez de mercado. Conforme discutido em relatórios anteriores, a fim de evitar o risco de ampliação dos choques de mercado, é preciso adotar uma abordagem abrangente para reduzir os riscos de retirada de liquidez dos fundos mútuos e fortalecer a prestação de serviços de liquidez nos mercados.

Muito está em jogo: primeiro, é preciso evitar os crescentes riscos de desaceleração do crescimento e aumento da instabilidade. Em seguida, é preciso fortalecer o crescimento e melhorar a estabilidade financeira *acima dos níveis de referência*. É necessária uma agenda de políticas ambiciosa, abrangendo uma combinação mais equilibrada e potente de políticas, com reformas financeiras mais vigorosas e a manutenção do viés acomodatório da política monetária. O aumento da confiança nas políticas ajudará a reduzir as vulnerabilidades, eliminar as incertezas e desencadear uma espiral virtuosa entre os mercados financeiros e a economia real.